

# Corporate Bonds Quick Review

## Informacje ze spółek

**Klon (17.04)** - debiut obligacji serii G o wartości 2,5 mln PLN

**Ghelamco Invest (16.04)** - zawarcie 7-letniej umowy najmu na 21 082 mkw. z Samsungiem

**Admiral Boats (14-16.04)** - wykup obligacji serii H i C o wartościach 5,25 mln PLN i 5,38 mln PLN oraz emisja obligacji serii K o wartości 0,83 mln PLN

**Marka (15.04)** - emisja obligacji serii I i J o łącznej wartości 0,7 mln PLN

**Fast Finance (15.04)** - skup własny obligacji serii J

**Polnord (14.04)** - ustanowienie publicznego programu emisji obligacji do kwoty 100 mln PLN

**Ghelamco Invest (14.04)** - możliwa wypłata 100 mln EUR dywidendy przez poręczyciela obligacji spółki

**Hyperion (13.04)** - emisja obligacji serii D o wartości 8,17 mln PLN

**EGB Investments (13.04)** - wykup obligacji serii G i H o wartościach 9,2 mln PLN i 1,4 mln PLN

**PC Guard (13.04)** - brak wykupu obligacji serii B o wartości 5,02 mln PLN

## Fundusze polskich obligacji korporacyjnych w marcu 2015 r.

- Wartość aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych od początku 2015 r.
- Wzrost wartości aktywów funduszy polskich obligacji korporacyjnych o 533,18 mln PLN w marcu 2015 r.
- Stopy zwrotu z funduszy polskich obligacji korporacyjnych

## Dobry rok deweloperów mieszkaniowych

- Podsumowanie wyników poszczególnych spółek z segmentu deweloperów mieszkaniowych

Tabela 1. Catalyst – obligacje wg największego wzrostu cen

Spółka	Seria	Zmiana (p.p.)	Obrót (tys. PLN)	Kurs
CZERWONA TOREBKA	CZT0416	6,99	158,51	89,00
SAF	SAF1115	2,00	2,93	97,00
KLEBA INVEST	KIN0615	1,51	9,25	99,90
PRÓCHNIK	PRC1215	1,20	6,90	97,70
2C PARTNERS	2CP0517	1,00	20,86	101,00
BBI DEVELOPMENT	BBI0218	1,00	12,24	101,00
EFM	EFM0915	1,00	23,25	100,00
KRUK	KRU1018	1,00	36,09	106,00
MURAPOL	MUL1116	1,00	20,33	101,00
PKN ORLEN	PKN0420	1,00	354,86	106,80
EUROCENT	ERC0916	0,99	43,69	100,99
ALIOR BANK	ALR0924	0,90	323,47	101,15
PCZ	PCZ0617	0,80	27,16	96,50
GETIN NOBLE BANK	GNB0320	0,79	150,33	97,30
PCC KOSMET	KOS1117	0,74	2,25	101,40

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

Tabela 2. Catalyst – obligacje wg największego spadku cen

Spółka	Seria	Zmiana (p.p.)	Obrót (tys. PLN)	Kurs
MEXPOL	MPL0316	-5,95	14,52	90,00
E-KANCELARIA	EKA0515	-4,10	4,10	52,90
WŁODARZEWSKA	WLO0516	-3,14	15,57	74,01
FKD	FKD0516	-3,00	31,01	88,00
GHELAMCO INVEST	GHE0619	-2,99	101,46	96,01
GRUPA EMMERSON	GEM0715	-2,91	48,07	88,09
PTI	PTI0615	-2,40	16,30	92,50
FAST FINANCE	FFI0116	-1,85	14,10	98,10
KREDYT INKASO	KRI0116	-1,73	106,42	100,00
ERBUD	ERB0318	-1,51	20,30	101,18
GETIN NOBLE BANK	GNB0321	-1,45	20,28	96,05
VOXEL	VOX0716	-1,45	256,12	97,45
PCC AUTOCHEM	AUT0217	-1,29	5,58	101,61
2C PARTNERS	2CP0316	-1,10	12,60	101,90
PCZ	PCZ0416	-1,09	25,46	97,20

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

Tabela 3. Catalyst – obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Obrót (tys. PLN)	Zmiana (p.p.)	Kurs
BGK	BGK0517	5 054,95	0,10	100,15
ACTION	ACT0717	2 740,07	0,17	100,52
MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	2 046,36	0,00	100,10
POZBUD T&R	POZ0219	2 027,12	0,00	100,60
PKN ORLEN	PKN0418	1 986,05	0,14	100,95
ECHO INVESTMENT	ECH0616	1 388,20	-0,24	101,20
GETIN NOBLE BANK	GNB0318	1 239,21	-0,85	99,10
ECHO INVESTMENT	ECH0418	1 171,96	0,00	102,80
MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1 023,18	0,00	100,10
PKN ORLEN	PK11117	819,37	-0,52	100,88
GETIN NOBLE BANK	GNB0819	753,07	-0,20	99,00
PCC ROKITA	PCR0416	637,60	-0,10	102,90
ECHO INVESTMENT	ECH0318	516,59	-0,30	102,00
BANK ZACHODNI WBK	BZW1216	511,40	-0,17	101,22
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	506,48	0,20	100,30

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

Rafał Rewczuk  
Analityk  
r.rewczuk@michaelstrom.pl

## Obroty, wzrosty i spadki

Obroty na rynku Catalyst w ubiegłym tygodniu wyniosły **31,64 mln PLN**. Transakcje sesyjne wyniosły 30,16 mln PLN. Transakcje pakietowe wyniosły 1,48 mln PLN.

Najwyższy obrót w wysokości **5,05 mln PLN** odnotowano na obligacjach **BGK**, serii BGK0517. Całość obrotu stanowiły transakcje sesyjne.

Największy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **CZERWONA TOREBKA**, serii CZT0416. Kurs serii wzrósł o **6,99 p.p.** z 82,01% do 89,00%. Obrót na serii wyniósł 158,51 tys. PLN, całość stanowiły transakcje sesyjne.

Najwyższy spadek kursu odnotowano na obligacjach **MEXPOL**, serii MPL0316. Kurs serii spadł o **5,95 p.p.** z 95,95% do 90,00%. Obrót serii wyniósł 14,52 tys. PLN, całość stanowiły transakcje sesyjne.

Tabela 4. Catalyst – obligacje z najwyższą premią

Spółka	Seria	Kurs	Oprocentowanie
BGK	<b>IDS1022</b>	121,00	5,75%
BGK	<b>IDS1018</b>	115,10	6,25%
POZNAŃSKA 37	<b>POA0117</b>	108,85	8,00%
NORDIC DEVELOPMENT	<b>NOR1016</b>	108,50	12,00%
POZNAŃSKA 37	<b>POB0117</b>	108,00	8,00%
PKN ORLEN	<b>PKN0420</b>	106,80	5,00%
KRUK	<b>KRU1018</b>	106,00	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)
KREDYT INKASO	<b>KRI0916</b>	106,00	WIBOR 6M + 5,70%
WARIMPEX	<b>WXF0218</b>	106,00	WIBOR 6M + 6,00%
NOVAVIS	<b>NVV1217</b>	105,20	8,00%
WARIMPEX	<b>WXF0316</b>	105,20	4,88%
MERITUM BANK	<b>MRT0421</b>	105,00	WIBOR 6M + 5,80%
KRUK	<b>KRU0818</b>	104,95	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)
CIECH	<b>CI21217</b>	104,90	WIBOR 6M + 4,90%
KRUK	<b>KRU0618</b>	104,80	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

## Najwyższa premia i dyskonto

W minionym tygodniu obligacje **BANKU GOSPODARSTWA KRAJOWEGO** serii IDS1022 i IDS1018 notowane były z najwyższą premią. Kurs papierów wyceniano odpowiednio na 121,00% i 115,10%.

Papiery spółki Poznańska 37 serii POA0117 i POB0117 wyceniano odpowiednio na 108,85% i 108,00%. Obligacje Nordic Development serii NOR1016 oraz PKN Orlen serii PKN0420 notowane były odpowiednio po 108,50% i 106,50%.

Obligacje **E-KANCELARIA** serii EKA1215 notowane były z największym dyskontem. Kurs papierów wyceniano odpowiednio na 39,99%. Pozostałe serie obligacji spółki notowane były w przedziale od 52,90% do 82,00%.

Papiery spółki Włodarzewska serii WLO0516 wyceniano na 74,01%, zaś PPUH VIG serii VIG0515 na 77,10%.

Obligacje spółki Fabryka Konstrukcji Drewnianych serii FKD0615 i FKD0516 notowane były po 88,00%.

Tabela 5. Catalyst – obligacje z najwyższym dyskontem

Spółka	Seria	Kurs	Oprocentowanie
E-KANCELARIA	<b>EKA1215</b>	39,99	WIBOR 3M + 6,30%
E-KANCELARIA	<b>EKA0515</b>	52,90	12,00%
E-KANCELARIA	<b>EKA0616</b>	64,00	10,00%
E-KANCELARIA	<b>EKA1115</b>	64,80	10,00%
E-KANCELARIA	<b>EKA0715</b>	68,00	WIBOR 6M + 7,86%
E-KANCELARIA	<b>EKA0816</b>	69,80	WIBOR 3M + 6,29%
E-KANCELARIA	<b>EKA1016</b>	71,00	WIBOR 6M + 6,29%
WŁODARZEWSKA	<b>WLO0516</b>	74,01	WIBOR 3M + 7,50%
E-KANCELARIA	<b>EKA0916</b>	74,90	WIBOR 3M + 6,39%
PPUH VIG	<b>VIG0515</b>	77,10	12,00%
E-KANCELARIA	<b>EKK1215</b>	80,00	WIBOR 3M + 6,30%
E-KANCELARIA	<b>EKK1016</b>	82,00	WIBOR 3M + 6,29%
FKD	<b>FKD0615</b>	88,00	10,00%
FKD	<b>FKD0516</b>	88,00	9,50%
GRUPA EMMERSON	<b>GEM0715</b>	88,09	12,00%

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

## Informacje ze spółek

**Klon (17.04)** - emitent działający w branży drzewnej wprowadził na Catalyst obligacje serii G o wartości 2,5 mln PLN. Oprocentowanie dwuletnich papierów ustalono na WIBOR3M + 5,5%.

Obecnie na Catalyst notowane są dwie serie obligacji emitenta o łącznej wartości 6,5 mln PLN.

**Ghelamco Invest (16.04)** - spółka poinformowała o zawarciu 7-letniej umowy najmu z Samsungiem na 21 082 mkw. w szlaguewym projekcie grupy - Warsaw Spire.

Wartym dodania jest fakt, iż w całym kompleksie składającym się z trzech budynków powstanie docelowo 100 tys. mkw. powierzchni biurowych i usługowych. Wśród najemców inwestycji, poza Samsungiem znajdują się również Frontex, Benefit Systems, BNP Paribas Securities Services czy Bilfinger HSG Facility Management.

**Admiral Boats (14-16.04)** - producent i dystrybutor łodzi rekreacyjnych wykupił obligacje serii H i C o wartościach 5,25 mln PLN i 5,38 mln PLN.

Wartym dodania jest fakt, iż dzień przed wykupem serii C spółka dokonała emisji prywatnej obligacji serii K o wartości 0,83 mln PLN.

**Marka (15.04)** - spółka oferująca mikropożyczki poinformowała o emisji obligacji serii I i J o wartości 0,5 mln PLN i 0,2 mln PLN.

**Fast Finance (15.04)** - windykator poinformował o nabyciu obligacji serii J o wartości 0,39 mln PLN.

Papiery zostały wyemitowane przed miesiącem celem refinansowania zapadłych obligacji serii D. Wartość emisji wyniosła 24,8 mln PLN.

Obecnie na Catalyst notowane są trzy serie obligacji emitenta o łącznej wartości 23,32 mln PLN.

**Polnord (14.04)** - deweloper poinformował o ustanowieniu publicznego programu emisji niezabezpieczonych obligacji do kwoty 100 mln PLN.

Obecnie na Catalyst notowana jest jedna seria obligacji emitenta o wartości 50 mln PLN.

**Ghelamco Invest (14.04)** - na rynek trafiła informacja o chęci wypłaty dywidendy w wysokości 100 mln EUR przez Granbero Holdings - gwaranta obligacji Ghelamco Invest.

Do wypłaty dywidendy niezbędne jest uzyskanie zgody obligatariuszy.

Obecnie na Catalyst notowanych jest dwanaście serii obligacji emitenta o łącznej wartości 487,6 mln PLN oraz jedna seria o wartości 6,32 mln EUR.

**Hyperion (13.04)** - dostawca usług multimedialnych poinformował o emisji obligacji serii D o wartości 8,17 mln PLN. Oprocentowanie trzyletnich papierów ustalono na 8,5%.

**EGB Investments (13.04)** - windykator poinformował o wykupie obligacji serii G i H o wartościach 9,2 mln PLN i 1,4 mln PLN.

Obecnie na Catalyst notowana jest jedna seria obligacji emitenta o wartości 10 mln PLN.

Tabela 6. Catalyst – dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Oprocentowanie
2015-04-20	GHELAMCO INVEST	GHE0418	WIBOR 6M + 4,50%
2015-04-20	SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	WIBOR 3M + 7,82%
2015-04-21	MERITUM BANK	MRT0421	WIBOR 6M + 5,80%
2015-04-21	REGIS	RGS0717	WIBOR 3M + 5,00%
2015-04-22	2C PARTNERS	2CP0415	n/d + (11,50% - 12,50%)
2015-04-22	2C PARTNERS	2CP0416	10,00%
2015-04-22	2C PARTNERS	2CP0517	9,25%
2015-04-22	BEST	BST0418	WIBOR 3M + 3,80%
2015-04-22	BEST	BST1018	6,00%
2015-04-22	ECHO INVESTMENT	ECH0417	WIBOR 6M + 3,80%
2015-04-22	EFM	EFM0416	10,10%
2015-04-22	GLOBE TRADE CENTRE	GTC0418	WIBOR 6M + 4,00%
2015-04-22	KERDOS GROUP	KRS0416	8,00%
2015-04-22	LC CORP	LCC1018	WIBOR 6M + (3,50% - 5,50%)
2015-04-22	WARIMPEX	WXF1016	3,90%
2015-04-22	WARIMPEX	WXF1017	WIBOR 6M + 6,40%
2015-04-23	PCC KOSMET	KOS0516	6,80%
2015-04-23	QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	WIBOR 3M + 7,25%
2015-04-23	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	WIBOR 6M + 0,90%
2015-04-24	PCC AUTOCHEM	AUT0217	6,80%
2015-04-24	E-KANCELARIA	EKA0515	12,00%
2015-04-24	E-KANCELARIA	EKA1115	10,00%
2015-04-24	PCC KOSMET	KOS1117	6,00%
2015-04-24	KRUK	KRU1116	WIBOR 3M + (4,60% - 5,10%)

Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, GPW Catalyst

Tabela 7. Stawki WIBOR, stopa procentowa

WIBOR 3M	1,65%
WIBOR 6M	1,66%
Stopa referencyjna	1,50%

Źródło: reuters.pl, nbp.pl

**PC Guard (13.04)** - spółka nie wykupiła obligacji serii B o wartości 5,02 mln PLN. Jednocześnie poinformowała, iż nie jest w stanie określić perspektywy zobowiązań wynikających z uplasowanych obligacji.

Obligacje były zabezpieczone akcjami spółki Imagis.

## Wartość aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych od początku 2015 roku

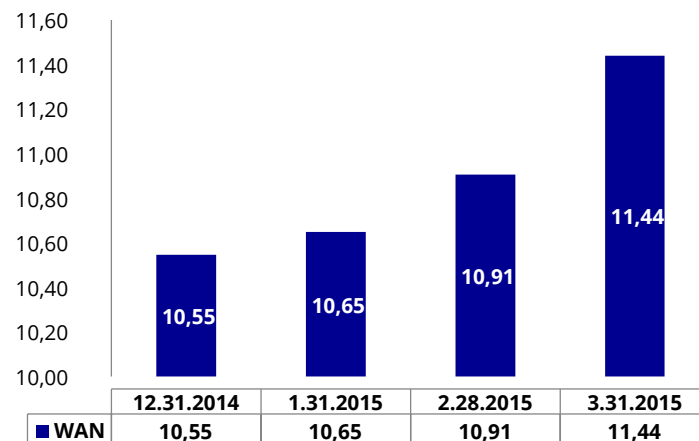
### Wartość aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych od początku br. do końca marca br. wzrosła o 8,47%

Na koniec 2014 roku wartość aktywów zarządzanych przez fundusze obligacyjne wynosiła 10,55 mld PLN, zaś na koniec marca br. już 11,44 mld PLN. Wzrost wartości aktywów w pierwszym kwartale 2015 roku wyniósł 892,96 mln PLN.

W styczniu wartość aktywów funduszy wzrosła o 0,97%, w lutym o 2,42%, zaś w marcu o 4,89%.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami marcowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej o głębszej obniżce stóp procentowych tj. o 0,5 pkt. proc wpłynęła na wzrost wartości aktywów zarządzanych przez fundusze obligacyjne.

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych w I kwartale 2015 roku



Źródło: Michael/Ström Dom Maklerski, IZFA

### W porównaniu z końcem lutego br. na koniec marca br. saldo aktywów netto funduszy wzrosło o 533,18 mln PLN.

Tabela 8 . Wartość aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych w pierwszym kwartale 2015 roku

Nazwa	Wartość aktywów netto [PLN]				WZA/CA*
	2014-12-31	2015-01-31	2015-02-28	2015-03-31	[%]
Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	1 856 268 654	1 863 205 876	1 946 496 182	2 099 532 961	18,35%
Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN	1 933 461 945	1 963 145 696	2 005 526 690	2 011 615 939	17,58%
Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	1 477 357 647	1 520 911 401	1 567 312 494	1 684 411 037	14,72%
Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych	1 145 089 795	1 199 646 664	1 294 476 576	1 422 861 623	12,44%
KBC Subfundusz GAMMA	670 422 603	707 983 506	762 563 586	849 650 257	7,43%
UniWIBID_Plus	816 569 376	836 842 888	789 105 215	809 547 478	7,08%
Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych	883 388 143	839 813 709	787 608 888	783 111 722	6,85%
UniLokata	466 236 379	503 826 269	521 183 516	526 460 373	4,60%
Agio Kapitał	450 800 561	437 416 452	443 291 450	435 450 360	3,81%
Allianz Obligacji Korporacyjnych FIZ	236 477 045	237 070 202	238 055 785	231 685 862	2,03%
subfundusz Allianz Obligacji Plus	208 547 444	211 721 842	215 605 714	229 867 691	2,01%
BPH FIO Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	93 120 158	94 315 237	94 598 571	107 974 099	0,94%
Agio Kapitał PLUS	113 844 789	109 860 331	106 634 124	105 214 538	0,92%
Raiffeisen Obligacji Korporacyjnych	39 631 868	46 100 900	51 502 905	58 525 462	0,51%
KBC Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	41 147 781	44 986 007	50 994 610	54 860 280	0,48%
BPS Obligacji Korporacyjnych	24 628 597	31 606 144	31 466 640	28 830 630	0,25%
Inventum Premium SFIO	89 649 548	-	-	-	0,00%
<b>Razem</b>	<b>10 546 642 333</b>	<b>10 648 453 124</b>	<b>10 906 422 946</b>	<b>11 439 600 311</b>	<b>100,00%</b>

\*WZA/CA - wartość zarządzanych aktywów funduszu do całości aktywów funduszy polskich obligacji korporacyjnych

Źródło: obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski na podstawie IZFA

**W pierwszym kwartale br. największy wzrost aktywów netto** odnotowały: Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych (277,77 mln PLN), Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz (243,26 mln PLN), Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz (207,05 mln PLN), KBC Subfundusz GAMMA (179,23 mln PLN) oraz Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN (78,15 mln PLN).

**W marcu br. największy wzrost aktywów netto** odnotowały: Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz (153,04 mln PLN), Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych (128,39 mln PLN), Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz (117,10 mln PLN) oraz KBC Subfundusz GAMMA (87,09 mln PLN).

Tabela 9 . Zmiana wartości aktywów netto funduszy polskich obligacji korporacyjnych w marcu oraz w pierwszym kwartale 2015 roku

Nazwa	Wartość aktywów netto [PLN]				Zmiana	
	2014-12-31	2015-01-31	2015-02-28	2015-03-31	1Q [PLN]	m/m [PLN]
Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych	1 145 089 795	1 199 646 664	1 294 476 576	1 422 861 623	277 771 827	128 385 047
Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	1 856 268 654	1 863 205 876	1 946 496 182	2 099 532 961	243 264 307	153 036 779
Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	1 477 357 647	1 520 911 401	1 567 312 494	1 684 411 037	207 053 390	117 098 543
KBC Subfundusz GAMMA	670 422 603	707 983 506	762 563 586	849 650 257	179 227 654	87 086 671
Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN	1 933 461 945	1 963 145 696	2 005 526 690	2 011 615 939	78 153 994	6 089 249
UniLokata	466 236 379	503 826 269	521 183 516	526 460 373	60 223 994	5 276 857
subfundusz Allianz Obligacji Plus	208 547 444	211 721 842	215 605 714	229 867 691	21 320 246	14 261 976
Raiffeisen Obligacji Korporacyjnych	39 631 868	46 100 900	51 502 905	58 525 462	18 893 595	7 022 558
BPH FIO Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	93 120 158	94 315 237	94 598 571	107 974 099	14 853 941	13 375 527
KBC Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	41 147 781	44 986 007	50 994 610	54 860 280	13 712 498	3 865 670
BPS Obligacji Korporacyjnych	24 628 597	31 606 144	31 466 640	28 830 630	4 202 033	-2 636 009
Allianz Obligacji Korporacyjnych FIZ	236 477 045	237 070 202	238 055 785	231 685 862	-4 791 182	-6 369 923
UniWIBID_Plus	816 569 376	836 842 888	789 105 215	809 547 478	-7 021 898	20 442 263
Agio Kapitał PLUS	113 844 789	109 860 331	106 634 124	105 214 538	-8 630 251	-1 419 586
Agio Kapitał	450 800 561	437 416 452	443 291 450	435 450 360	-15 350 201	-7 841 090
Inventum Premium SFIO	89 649 548	-	-	-	-89 649 548	-
Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych	883 388 143	839 813 709	787 608 888	783 111 722	-100 276 421	-4 497 166
<b>Razem</b>	<b>10 546 642 333</b>	<b>10 648 453 124</b>	<b>10 906 422 946</b>	<b>11 439 600 311</b>	<b>892 957 979</b>	<b>533 177 365</b>

Źródło: obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski na podstawie IZFA

**Największym funduszem obligacji korporacyjnych z wartością zarządzanych aktywów równą 2,1 mld PLN jest obecnie Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz.** Do funduszy zarządzających aktywami powyżej 2 mld PLN należy jeszcze Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN.

Wartość aktywów netto Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz wynosi 1,68 mld PLN, zaś Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych 1,42 mld PLN.

Do funduszy zarządzających aktywami powyżej 500 mln PLN należą: KBC Subfundusz GAMMA (849,65 mln PLN), UniWIBID\_Plus (809,55 mln PLN), Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych (783,11 mln PLN) oraz UniLokata (526,46 mln PLN).

## Stopy zwrotu z funduszy polskich obligacji korporacyjnych

**W jednomiesięcznej perspektywie najwyższe stopy zwrotu** przyniosły fundusze: Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych (0,70%), subfundusz Allianz Obligacji Plus (0,60%), Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN (0,59%), BPS Obligacji Korporacyjnych (0,55%) oraz KBC Subfundusz Obligacji Korporacyjnych (0,51%).

Średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusze polskich obligacji korporacyjnych w terminie 1M wyniosła 0,31%, mediana zaś 0,26%.

**W trzymiesięcznej perspektywie najwyższe stopy zwrotu** przyniosły fundusze: Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych (2,10%), Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz (1,60%) oraz Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych (1,50%).

Średnia stopa zwrotu z inwestycji w fundusze polskich obligacji korporacyjnych w terminie 3M wyniosła 1,14%, mediana zaś 1,10%.

Tabela 10. Krótkoterminowe i długoterminowe stopy zwrotu z funduszy polskich obligacji korporacyjnych

Nazwa	Data	Stopy zwrotu			
		1M	3M	12M	36M
Agio Kapitał	20.04	0,21%	1,00%	4,60%	18,30%
Agio Kapitał PLUS	17.04	0,31%	1,00%	4,00%	-
Allianz Obligacji Korporacyjnych FIZ	20.04	0,19%	0,80%	3,40%	-
Arka BZ WBK Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	17.04	0,19%	1,30%	3,90%	16,90%
Arka Prestiż Obligacji Korporacyjnych Subfundusz	17.04	0,28%	1,60%	4,70%	17,70%
Aviva Investors Dłużnych Papierów Korporacyjnych	17.04	0,70%	2,10%	3,60%	18,40%
BPH FIO Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	17.04	0,45%	1,30%	4,30%	-
BPS Obligacji Korporacyjnych	20.04	0,55%	1,00%	4,60%	-
KBC Subfundusz GAMMA	17.04	0,15%	1,10%	5,50%	13,70%
KBC Subfundusz Obligacji Korporacyjnych	17.04	0,51%	1,30%	-	-
Millennium FIO S Obligacji Korporacyjnych	17.04	0,22%	1,50%	3,90%	-
Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN	10.04	0,59%	1,30%	3,90%	-
Raiffeisen Obligacji Korporacyjnych	17.04	0,28%	0,50%	-	-
subfundusz Allianz Obligacji Plus	17.04	0,60%	1,10%	-	-
UniLokata	20.04	0,23%	0,70%	3,10%	12,30%
UniWIBID_Plus	20.04	0,22%	0,70%	3,30%	3,60%
	<b>Średnia</b>	0,31%	1,14%	4,06%	14,41%
	<b>Mediana</b>	0,26%	1,10%	3,90%	16,90%

Źródło: obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski na podstawie Analizy Online

## Dobry rok deweloperów mieszkaniowych

Miniony rok dla spółek z branży deweloperskiej specjalizujących się w inwestycjach mieszkaniowych był bardzo udany, zwłaszcza pod kątem liczby sprzedanych mieszkań. Także opublikowane wyniki finansowe przedstawiają pozytywny obraz branży. W poniższym artykule przeanalizowaliśmy wyniki finansowe spółek z tego sektora notowanych na GPW. W analizie skupiliśmy się na grupie największych deweloperów, którzy zdecydowaną większość przychodów osiągają w związku ze sprzedażą lokali mieszkalnych.

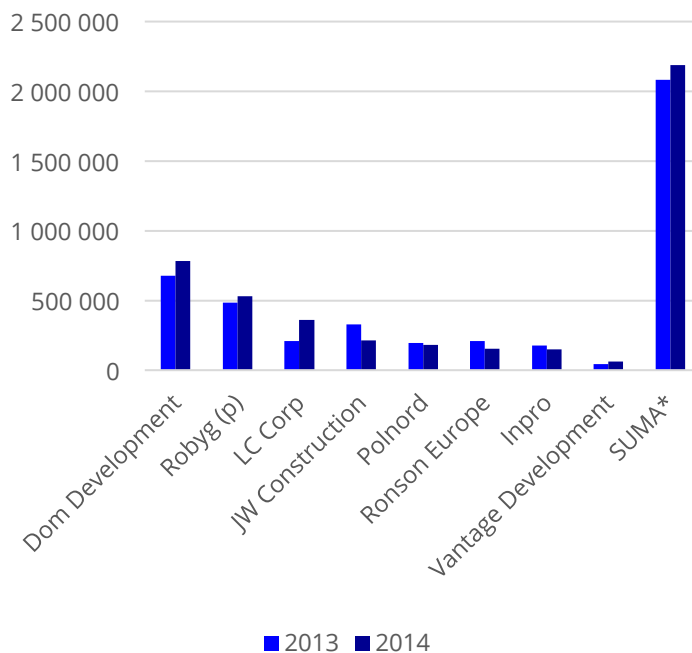
Od początku 2014 r., na skutek zmian w MSSF11 (Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, Wspólne przedsięwzięcia), projekty realizowane w ramach wspólnych przedsięwzięć (JV) konsolidowane są przez spółki deweloperskie metodą praw własności, co sprawia że nigdzie w rachunku wyników nie są przedstawione przychody z takich projektów, a odzwierciedlony jest jedynie zysk. Dodatkowo różne spółki na różnym poziomie rachunku zysków i strat rozpoznają wynik z projektów JV.

Wpływ tej zmiany jest szczególnie istotny przy interpretacji i porównywaniu wyników Robyga, Polnordu oraz Vantage Development z resztą spółek z przedstawionej grupy, gdyż te trzy spółki realizują relatywnie do swojej skali największą liczbę projektów w kooperacji z partnerami. Przedstawione dane finansowe spółki Robyga odnoszą się do danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki Grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej (stosowanej do końca 2013 r.), która w naszej ocenie lepiej oddaje działalność Grupy. Z danych zagregowanych wykluczaliśmy wyniki Polnordu oraz Vantage Development, gdyż spółki opublikowały wyniki sporządzone jedynie w oparciu o wycenę projektów JV metodą praw własności.

Suma przychodów ze sprzedaży grupy 6 czołowych notowanych deweloperów (Dom Development, Robyga, LC Corp, J.W. Construction, Ronson oraz Inpro) wyniosła 2,186 mld zł, co oznacza wzrost o 5% r/r. Osiągnięty poziom jest poziomem bardzo satysfakcjonującym, a w następnych latach można spodziewać się jego dalszego wzrostu, w związku z bardzo wysoką od kilku kwartałów liczbą sprzedawanych lokali. W minionym roku największy wzrost procentowo odnotowały dwie wrocławskie spółki: LC Corp oraz Vantage Development. Największe spadki miały miejsce w J.W. Construction, Ronson oraz Inpro. Przy interpretacji poziomu przychodów ze sprzedaży warto pamiętać, że są one rozpoznawane dopiero po zakończeniu budowy. Stąd bardzo duży wpływ na wielkość przychodów ma cykl budowlany inwestycji prowadzonych przez spółkę, a nie tylko poziom osiągniętej sprzedaży.

Zagregowany zysk brutto na sprzedaży dla omawianej grupy wyniósł ok. 486 mln zł (wzrost o 4% r/r). Największym udziałem w tej kwocie pochwalić się mogą Dom Development, Robyga oraz LC Corp. Szczególnie dużą poprawę odnotował LC Corp, miało to jednak głównie związek z wynikami segmentu usług najmu. Znaczący spadek wyniku brutto na sprzedaży zanotowało J.W. Constuction oraz Ronson. Słaby wynik tej drugiej spółki związany był z dokonaniem odpisem aktualizującym wartość posiadanych zapasów o 12,5 mln zł.

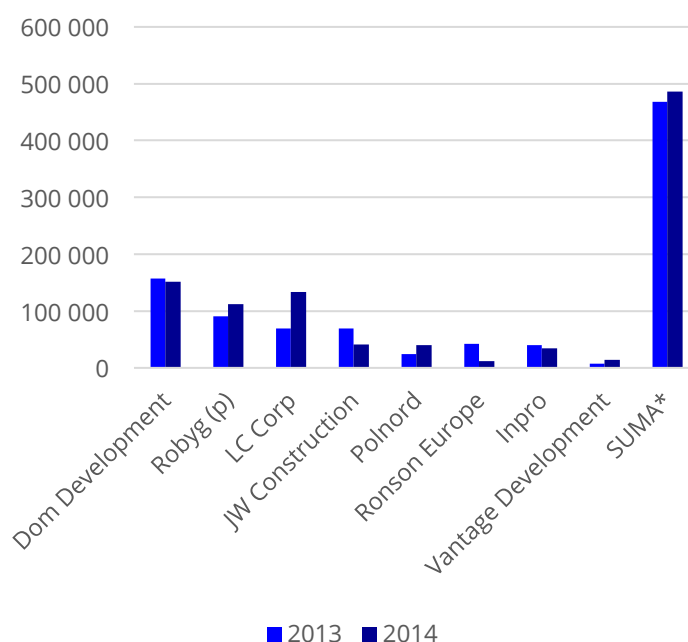
Wykres 2. Przychody ze sprzedaży deweloperów mieszkaniowych



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA. Dane Robyga SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski

Wykres 3. Zysk brutto na sprzedaży deweloperów mieszkaniowych



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA. Dane Robyga SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski

Jarosław Sojka, CFA  
Manager Transakcji/Analityk  
j.sojka@michaelstrom.pl



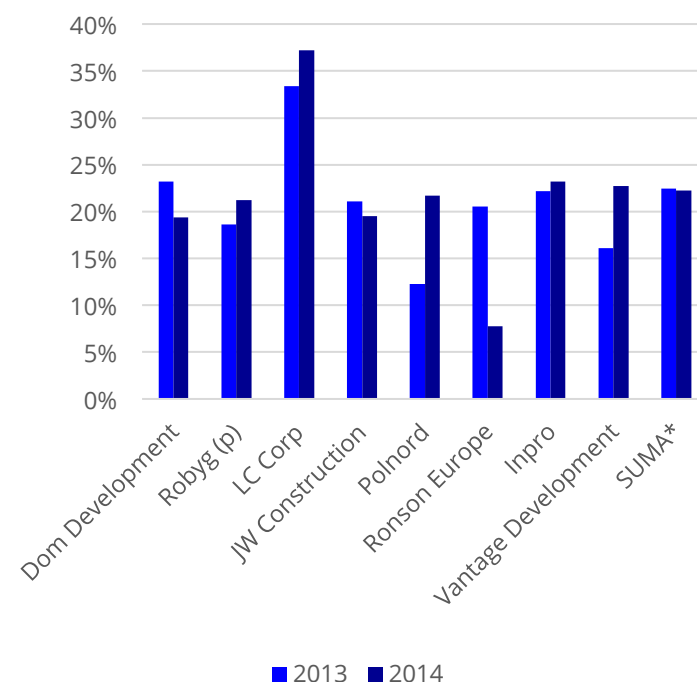
Średnia marża brutto na sprzedaży była niemal niezmienną w stosunku do roku 2013 i wyniosła 22,2% (vs. 22,5% rok wcześniej). Najwyższą księgową marżą brutto na sprzedaży może pochwalić się LC Corp (37% vs. 33% rok wcześniej), na co duży wpływ miała jednak rentowność segmentu nieruchomości komercyjnych. Marża samego segmentu deweloperskiego wyniosła ok. 21%, podobnie jak rok wcześniej. Najniższą marżę, wynoszącą niecałe 8%, zaksięgował Ronson. Związana ona była z dokonaniem odpisu aktualizującego wartość posiadanych zapasów. Po wyłączeniu tego jednorazowego odpisu marża brutto na sprzedaży wyniosłaby 16%. Marże pozostałych deweloperów oscylowały wokół 20%. Istotny wzrost udało się osiągnąć Polnordowi (z 12% do 22%) oraz Vantage Development (z 16% do 23%).

Suma zysków netto przedstawionych deweloperów (z wyłączeniem Polnordu i Vantage) osiągnęła poziom 180 mln zł, czyli spadła o 11%. Spadek ten wynikał z straty netto Ronsona (-15 mln zł vs. +18 mln zł rok wcześniej) wygenerowanej m.in. na skutek opisanego wcześniej odpisu wartości zapasów. Najwyższy zysk netto osiągnął LC Corp, do czego najbardziej przyczynił się jednak segment usług najmu. Znaczący wzrost wyniku netto odnotował Polnord, jednak w dużej mierze nie wynikał on z podstawowej działalności operacyjnej.

Podsumowując, przedstawione wyniki finansowe spółek deweloperskich w większości przypadków potwierdzają opinie, że miniony rok był udany dla omawianej branży. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 5%. Wzrost ten udało się osiągnąć bez spadku marży brutto na sprzedaży (utrzymano poziom 22%). Dzięki temu zysk brutto na sprzedaży osiągnął wartość 486 mln zł. Wzrosły jednak o 8% również koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu do 249 mln zł. Ostatecznie zysk netto wyniósł 180 mln zł, co było wynikiem niższym o 21 mln zł w stosunku do roku poprzedniego, jednak wciąż satysfakcjonującym. Na opublikowane wyniki jak co roku wpływ miały również zdarzenia jednorazowe, głównie przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych, jednak ich skala nie odbiegała od poziomu z lat ubiegłych.

Wyniki finansowe za rok 2015 powinny pozostać dobre, a z racji rosnącej liczby mieszkań sprzedawanych od kilku kwartałów można nawet spodziewać się ich dalszej poprawy. Dużym publicznym deweloperom sprzyjać będzie dostępność finansowania, w tym ewentualnie przy wykorzystaniu rachunków powierniczych zamkniętych, jeżeli takie zostałyby wymuszone przez nowelizację tzw. ustawy deweloperskiej. Na utrzymanie wysokiego popytu dalej powinny wpływać niskie stopy procentowe oraz duża dostępność kredytów dla kupujących. Największym wyzwaniem stojącym przed deweloperami wydaje się nabywanie w racjonalnych cenach interesujących gruntów pod nowe inwestycje, co jest kluczowe dla utrzymania odpowiedniego poziomu oferty w długim terminie.

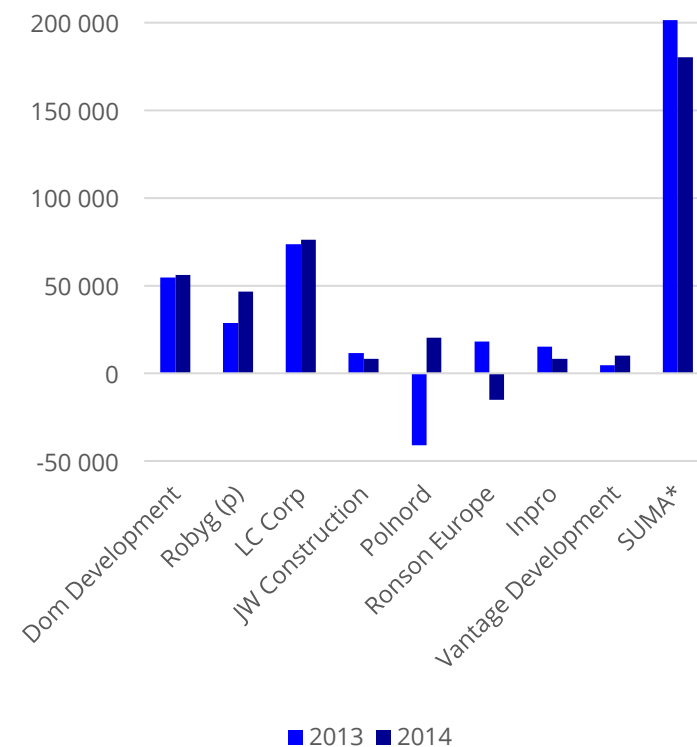
Wykres 4. Marża brutto na sprzedaży deweloperów mieszkaniowych



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA. Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski

Wykres 5. Zysk netto deweloperów mieszkaniowych



\*Suma bez uwzględnienia wyników Polnord SA oraz Vantage Development SA. Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Źródło: dane finansowe spółek, obliczenia Michael/Ström Dom Maklerski

## Podsumowanie wyników poszczególnych spółek z segmentu deweloperów mieszkaniowych

### Dom Development

Przychody Dom Development w 2014 r. wyniosły 784 mln zł, co oznacza wzrost o 16% r/r. Związane to było z 25-proc. wzrostem liczby lokali rozpoznanych w przychodach. Marża brutto spadła poniżej 20%. Mimo słabszego wyniku operacyjnego spółka skorzystała z niższych stóp procentowych zaoszczędzając na kosztach finansowych. Dzięki temu zysk netto wyniósł blisko 56 mln zł (+3% r/r).

Spółka tradycyjnie charakteryzuje się bardzo niskim poziomem zadłużenia oraz silną pozycją gotówkową.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 889 (wzrost o 18%). Oferta na koniec roku wyniosła 2 235, z czego 13% stanowiły lokale gotowe.

### Robyg

Dane Robyg SA wg danych proforma przedstawionych przez spółkę, które ukazują wyniki grupy wyliczone dla wspólnych przedsięwzięć metodą konsolidacji proporcjonalnej.

Przychody pro forma Robyga wyniosły 529 mln zł (+9% r/r). Spółce udało się poprawić marżę brutto na sprzedaży o 3.6 p.p. do 21,2%, przy istotnym wzroście wolumenu sprzedanych lokali. Dzięki temu zysk brutto na sprzedaży przekroczył 100 mln zł osiągając poziom 112 mln zł. Wraz ze wzrostem skali działalności istotnie wzrosły koszty ogólnego zarządu i sprzedaży (+29% r/r). Zysk brutto zwiększył się do 58,4 mln zł. Dzięki zastosowanej optymalizacji podatkowej jeszcze wyraźniej wzrósł zysk netto (+62%).

Spółka miała bezpieczny poziom zadłużenia, wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0,32.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 2 118 (wzrost o 22%). Oferta na koniec roku wyniosła 1 583 lokale, z czego tylko 6% stanowiły lokale gotowe.

### LC Corp

Przychody ze sprzedaży LC Corp wzrosły aż do 359 mln zł, z tego przychody z działalności deweloperskiej wyniosły 242,5 mln zł (+52% r/r). Zysk brutto na sprzedaży tego segmentu wyniósł 52 mln zł, co oznacza wzrost o 48%. Marża brutto utrzymała się na zbliżonym poziomie 21%-22%. Na poziom zysku operacyjnego całej grupy istotny wpływ miało przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych (+66,4 mln zł) oraz odpis aktualizujący wartość zapasów (-43 mln zł). Szacowany EBIT skorygowany o przeszacowania wyniósł ok. 107 mln zł (vs. 48 mln zł rok wcześniej). Na zysk brutto istotny wpływ miał wzrost poniesionych kosztów odsetkowych (-22 mln zł) oraz nadwyżka ujemnych różnic kursowych nad dodatnimi (-17 mln zł).

Dług netto wyniósł na koniec roku ok. 631 mln zł, co stanowiło 50% kapitałów własnych.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 220 (wzrost o 59%). Oferta na koniec roku wyniosła 1 583 lokale.

Tabela 11. Dom Development

Dom Development	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>676 377</b>	<b>784 264</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	157 061	152 049
SG&A	-82 512	-87 167
EBIT	73 334	69 019
Zysk brutto	69 693	69 434
<b>Zysk netto</b>	<b>54 540</b>	<b>55 935</b>
Marża brutto na sprzedaży	23,2%	19,4%
Marża netto	8,1%	7,1%

Źródło: Spółka

Tabela 12. Robyg

Robyg (pro forma)	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>485 915</b>	<b>528 971</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	90 536	112 355
SG&A	-35 209	-45 554
EBIT	56 743	67 584
Zysk brutto	44 122	58 413
<b>Zysk netto</b>	<b>28 763</b>	<b>46 527</b>
Marża brutto na sprzedaży	18,6%	21,2%
Marża netto	5,9%	8,8%

Źródło: Spółka

Tabela 13. LC Corp

LC Corp	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>209 221</b>	<b>358 843</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	69 784	133 553
SG&A	-22 275	-26 327
EBIT	87 550	142 149
Zysk brutto	84 567	100 114
<b>Zysk netto</b>	<b>73 602</b>	<b>76 320</b>
Marża brutto na sprzedaży	33,4%	37,2%
Marża netto	35,2%	21,3%

Źródło: Spółka

**J.W. Construction**

Przychody Spółki spadły aż o 35%, co związane było z dużo niższą liczbą mieszkań rozpoznanych w przychodach (496 vs. 886 rok wcześniej). Spółce udało się ograniczyć koszty ogólnego zarządu. Istotny wpływ na wynik EBIT miała aktualizacja wartości nieruchomości inwestycyjnej o 28 mln zł w górę. Spółka zmniejszyła koszty finansowe o 27% do 28 mln zł. Zysk netto spadł o 27% do 8,3 mln zł.

W związku z przeprowadzoną emisją akcji istotnie spadł poziom zadłużenia. Wskaźnik dług netto/kapitał własny zmniejszył się do 0,78.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 097 (wzrost o 17%). Oferta na koniec roku wyniosła 952 lokale.

**Polnord**

Przychody Polnordu spadły o 7%, do 183 mln zł, jednak spadek ten związany był z większym udziałem projektów realizowanych w ramach programów joint-venture. Spółce udało się istotnie poprawić zysk brutto na sprzedaży, o 65% do blisko 40 mln zł. Praktycznie bez zmian pozostał poziom kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży. Pozytywnie na EBIT wpłynęła sprzedaż nieruchomości inwestycyjnej oraz niższe pozostałe koszty operacyjne. Wpływ projektów JV ujawnia się w zysku brutto, który wyniósł 11,3 mln zł (przy stracie rok wcześniej -56 mln zł). Dzięki zastosowanej optymalizacji podatkowej spółka osiągnęła zysk netto w wysokości 20,5 mln zł.

Zadłużenie finansowe netto na 31.12.14 wyniosło 428 mln zł. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wynosił na koniec roku 0,4.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 1 252 (wzrost o 14%). Oferta na koniec roku równała się 1 451 lokali, z czego 18% stanowiły lokale gotowe.

**Ronson**

Przychody ze sprzedaży Ronsona spadły o 26% do 153 mln zł, co było konsekwencją głównie spadku powierzchni przekazanych lokali (spadek o 25%). Na bardzo niską marżę brutto na sprzedaży wpływ miał fakt przekazywania lokali w inwestycjach o niższej marży (m.in. w Poznaniu) oraz odpis aktualizujący wartość zapasów o 12,5 mln zł. Wzrosły koszty SG&A, co związane było ze wzrostem liczby sprzedanych lokali. W wyniku powyższych zdarzeń spółka odnotowała stratę netto w kwocie 15 mln zł. Strata ta jednak w dużej mierze wynika z jednorazowych zdarzeń, a nie trwałej utraty rentowności.

Sytuacja bilansowa spółki niezmiennie pozostaje korzystna. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł na koniec roku 0,37.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 711 (wzrost o 24%). Oferta na koniec roku wyniosła 854 lokale, z czego 13% stanowiły lokale gotowe.

Tabela 14. J.W. Construction

J.W. Construction	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>327 533</b>	<b>212 836</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	69 010	41 562
SG&A	-40 838	-33 720
EBIT	48 468	35 246
Zysk brutto	12 836	11 793
<b>Zysk netto</b>	<b>11 444</b>	<b>8 341</b>
Marża brutto na sprzedaży	21,1%	19,5%
Marża netto	3,5%	3,9%

Źródło: Spółka

Tabela 15. Polnord

Polnord	2013	2014
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>196 707</b>	<b>183 188</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	24 166	39 755
SG&A	-26 184	-26 939
EBIT	-22 615	23 756
Udział w zysku/stracie JV	4 845	11 437
Zysk brutto	-56 266	11 255
<b>Zysk netto</b>	<b>-41 120</b>	<b>20 457</b>
Marża brutto na sprzedaży	12,3%	21,7%
Marża netto	-20,9%	11,2%

Źródło: Spółka

Tabela 16. Ronson

Ronson Europe	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	207 025	153 155
Zysk brutto ze sprzedaży	42 565	11 930
SG&A	-22 726	-25 101
Udział w zysku/stracie JV	-680	-311
EBIT	18 056	-15 814
Zysk brutto	17 086	-18 684
<b>Zysk netto</b>	<b>18 044</b>	<b>-15 215</b>
Marża brutto na sprzedaży	20,6%	7,8%
Marża netto	8,7%	-9,9%

Źródło: Spółka

**Inpro**

Przychody Inpro spadły o 17% do 148 mln zł, przy czym same przychody z działalności deweloperskiej spadły aż o 24%. Głównym powodem był ok. 30-proc. spadek liczby lokali rozpoznanych w przychodach. Zysk brutto na sprzedaży spadł do 34 mln zł przy nieznacznie wyższej marży brutto na sprzedaży przekraczającej 23%. Koszty SG&A wzrosły o 4%. W konsekwencji zysk netto Grupy spadł aż o 46% do 8 mln zł.

Sytuacja bilansowa spółki niezmiennie pozostaje korzystna. Dług netto wyniósł na koniec roku 54 mln zł, a wskaźnik dług netto/kapitał własny 0,26.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 421 (wzrost o 1%).

**Vantage Development**

Przychody Vantage wzrosły o 38% do 62 mln zł, głównie za sprawą wzrostu przychodów ze sprzedaży lokali. Spółce udało się poprawić nie tylko przychody, ale również marżę brutto na sprzedaży. Wraz ze wzrostem skali działalności zwiększeniu uległy także koszty SG&A. Istotny wpływ na wynik EBIT miały przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych (+7,3 mln zł vs. +4,4 mln zł rok wcześniej). Zysk netto niemal podwoił się osiągając poziom prawie 10 mln zł.

Dług netto na 31.12.2014 wynosił 156 mln zł. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wzrósł na koniec roku do 0,48, aczkolwiek dalej pozostaje na akceptowalnym poziomie.

Sprzedaż lokali netto w 2014 r. wyniosła 255 (wzrost o 41%). Oferta na koniec roku wyniosła 380 lokale, z czego 25% stanowiły lokale gotowe.

Tabela 17. Inpro

Inpro	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	178 348	147 732
Zysk brutto ze sprzedaży	39 558	34 241
SG&A	-20 269	-21 135
EBIT	19 475	12 697
Zysk brutto	17 916	10 242
<b>Zysk netto</b>	<b>15 104</b>	<b>8 172</b>
Marża brutto na sprzedaży	22,2%	23,2%
Marża netto	8,5%	5,5%

Źródło: Spółka

Tabela 18. Vantage Development

Vantage Development	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	44 768	61 785
Zysk brutto ze sprzedaży	7 205	14 027
SG&A	-6 950	-10 079
EBIT	3 681	11 321
Udział w zysku/stracie JV	-165	-131
Zysk brutto	-413	6 209
<b>Zysk netto</b>	<b>4 651</b>	<b>9 960</b>
Marża brutto na sprzedaży	16,1%	22,7%
Marża netto	10,4%	16,1%

Źródło: Spółka

# MICHAEL/STRÖM

INVESTMENTS

Michael / Ström  
Dom Maklerski Sp. z o. o.  
Al. Jerozolimskie 134  
02-305 Warszawa

(+48) 22 128 59 00  
kontakt@michaelstrom.pl  
www.michaelstrom.pl

CORPORATE BONDS QUICK REVIEW (DALEJ „MAGAZYN”) NIE STANOWI PORADY INWESTYCYJNEJ LUB PODATKOWEJ ANI REKOMENDACJI INWESTYCYJNEJ, NIE JEST RÓWNIEŻ WSKAZANIEM, ŻE NABYCIE OBLIACJI LUB REZYGNACJA Z TEJ FORMY INWESTOWANIA JEST WŁAŚCIWYM ROZWIĄZANIEM DLA KONKRETNIEGO INWESTORA.

NINIEJSZY MATERIAŁ W SZCZEGÓLNOŚCI NIE JEST PROPOZYCJĄ NABYCIA W ROZUMIENIU ARTYKUŁU 10 USTAWY Z DNIA 29 CZERWCA 1995 R. O OBLIGACJACH (T.J. DZ.U. 2014. POZ. 730, Z PÓŹN. ZM) ANI NIE STANOWI OFERTY W ROZUMIENIU ART. 66 KODEKSU CYWILNEGO INWESTOWANIE W OBLIGACJE OBARCZONE JEST SZEREGIEM RYZYK, KTÓRE NALEŻY WZIĄĆ POD UWAGĘ NABYWAJĄC TE PAPIERY WARTOŚCIOWE.

MAGAZYN MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORÓW I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ A AUTORZY MAGAZYNU NIE PONOSZĄ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI TAKICH DECYZJI PODJĘTYCH NA JEGO PODSTAWIE.  
MAGAZYN STANOWI INFORMACJĘ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 18 LIPCA 2002 R. O ŚWIADCZENIU USŁUG DROGĄ ELEKTRONICZNĄ (T.J. DZ. U. 2013 R. POZ. 1422) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY NA ZLECENIE MICHAEL/STRÖM DOMU MAKLERSKIEGO SP. Z O.O.(DALEJ „DOM MAKLERSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 134, 02-305 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL  
DOM MAKLERSKI INFORMUJE, ŻE INSTRUMENTY FINANSOWEGO PRZEDSTAWIONE W NINIEJSZYM MATERIALE MOGĄ STANOWIĆ PRZEDMIOT INWESTYCJI DLA DOMU MAKLERSKIEGO LUB PODMIOTÓW Z NIM POWIĄZANYCH.

ZEZWOLENIE KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NR DRK/WL/4020/10/25/107/1/13 Z DNIA 04 CZERWCA 2013 r.